

Una mirada al nuevo gobierno chileno y sus implicancias para el mercado en el 2022

Después de una contienda electoral de extremos, el flamante presidente Boric nombró un gabinete de reconciliación con el mercado encabezado por el respetado ex presidente del Banco Central Mario Marcel dirigiendo el ministerio de Hacienda, junto a otros nombres de diversas bancadas con una tendencia moderada. Esto, junto con un momentum positivo para los commodities, le dio un empuje a la moneda de 3% y a las tasas de 30pb durante esa semana, mientras en Latam hubo movimientos mixtos.

En las siguientes páginas buscamos responder si la composición del nuevo gabinete y del congreso serán suficientes para sopesar la incertidumbre alrededor de la Convención Constituyente, donde la nueva carta magna será puesta a consulta popular, muy probablemente en septiembre. A su vez, buscamos indagar qué otros factores pueden tomar protagonismo en el 2022. Concluimos que vemos oportunidad en la moneda, con una apreciación de 2-2.5% para 2022, y un nivel de tasas comprimiéndose en promedio 40pb, en un ambiente que será dominado por el plebiscito, el precio de los *commodities* (e.g., crecimiento de China) y el dinamismo (o falta de) de la economía.

Otro año de riesgo político generalizado en varias economías Latam.

Podríamos argumentar que el ruido político empezó en Santiago de Chile en octubre 2019 y que la pandemia dio un año de tregua (2020), que llegó a su fin en enero del 2021 conforme los países comenzaron a relajar las restricciones sanitarias.

Este movimiento de insatisfacción con la política tradicional y con el alcance del modelo económico culminó en Chile con la elección de Gabriel Boric, el presidente más joven de la historia del país (36 años). Sin embargo, la marea de izquierda que se manifestó en la composición de la Convención Constituyente (mayo 2021), perdió fuerza y el pueblo chileno eligió a un congreso de centro derecha, dando un mensaje claro de moderación al nuevo mandatario. El nuevo presidente parece haber entendido ese mensaje y nombró un gabinete que se aleja de las preocupaciones iniciales de extremos. Esto quedó plasmado en la nominación como ministro de Hacienda a Mario Marcel, en ese momento presidente del Banco Central, indicando una moderación de gasto fiscal más alineada a la recaudación de ingresos.

Sin embargo, mientras el proceso de la nueva constitución no culmine, es probable que la volatilidad en los mercados financieros se mantenga. En los próximos meses creemos que tres puntos jugarán un rol fundamental en los movimientos de activos: 1) dinámica política, 2) desaceleración económica, y 3) precios de *commodities*.

Después de un buen despegue, aún quedan nubes en el horizonte

Sin alejarse de un mandato de izquierda, el presidente Boric ha ampliado su base política al nombrar un gabinete mixto e inclusivo. Al nombramiento del destacado ministro de hacienda, Mario Marcel, se unen los de Antonia Urrejola en Exterior, quien ha sido asesora de gobiernos pasados, Juan Carlos Muñoz en Transporte, asesor del expresidente Ricardo Lagos, Carlos Montes en Vivienda, de extensa carrera política, entre otros. Ahora viene lo complicado, gobernar. Esto es aún más complejo ya que toca hacerlo con un equipo que no fue parte de la campaña y que no han trabajado juntos en el pasado y que superan, cada uno, ampliamente al presidente en experiencia y conocimiento.

Otro factor que pronto afectará al gobierno son las promesas de campaña a aliados que han sido parte fundamental de la elección, tales como el cambio del sistema de pensiones, gratuidad en el transporte público, plan de emergencia habitacional, reforma tributaria, reforma laboral e iniciativas

medioambientalistas que afectan a la minería. Estas demandas se enfrentarán a un gabinete de izquierda moderada, con un ministro de Hacienda velando por la sostenibilidad fiscal del modelo propuesto y con una cámara alta velando por evitar reformas que dañen significativamente el sistema actual. ¿Cómo reaccionará la Convención Constituyente ante este escenario? Allí se encuentra la fuente de incertidumbre.

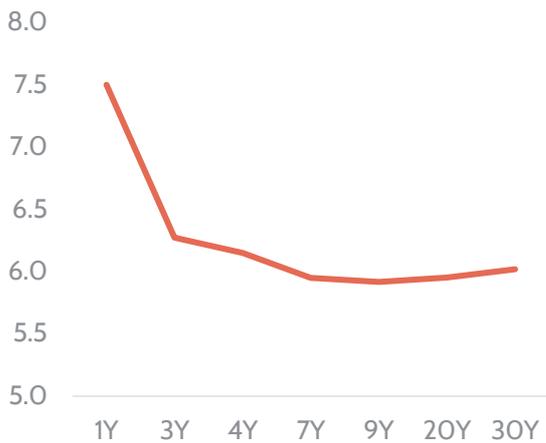
La Convención Constituyente ha mencionado iniciativas como la eliminación de ciertas libertades para la inversión privada y podría recortar el poder de la Cámara para facilitar la aprobación de reformas. Sin embargo, existe un plebiscito de salida obligatorio (posiblemente en septiembre 2022) donde es difícil pensar en la aprobación de un documento que sea muy distinto a la línea actual del gobierno: menos radicalización e impulsar la economía de modo de poder financiar su plan. No obstante, el espacio para ruido político existe en el intermedio.

1. Dinámica de tasas para el 2022, ¿una posible desaceleración generará una pausa?

La política monetaria de los países Latinoamericanos ha tenido un sesgo hawkish frente a una inflación persistente desde el inicio del 1S2021. Chile no fue la excepción y aumentó su tasa de referencia en 500pb desde julio pasado, sólo superado por Brasil en Latinoamérica (+875pb). Al día de publicación de este artículo, para junio 2022 la forward implícita de TPM se encuentra en 8.50%, lo que implica un alza de 200pb en marzo, 75pb en mayo, y 25pb en junio (ver Figura 1).

Nosotros creemos que el mercado está minimizando una desaceleración economía a partir del 1T22. La economía chilena cerro el 2021 con un crecimiento de 12%, superando ampliamente los niveles prepandemia (ver Figura 2), impulsado por el consumo privado (~12.5pp del aumento), explicado por la liquidez proveniente de los retiros de fondos de pensiones y transferencias fiscales. Sin embargo, ambos factores quedan atrás y esperamos que desde el 1T22 se empiece a notar una desaceleración, lo cual nos lleve a una contracción de 1.5% t/t, y el primer semestre a una recesión técnica por una fuerte caída de la demanda interna.

Figura 1: Curva de bonos nominales (ytm)



Fuente: BSR CCAM, Bloomberg

Figura 2: PIB (nivel SA y variación)

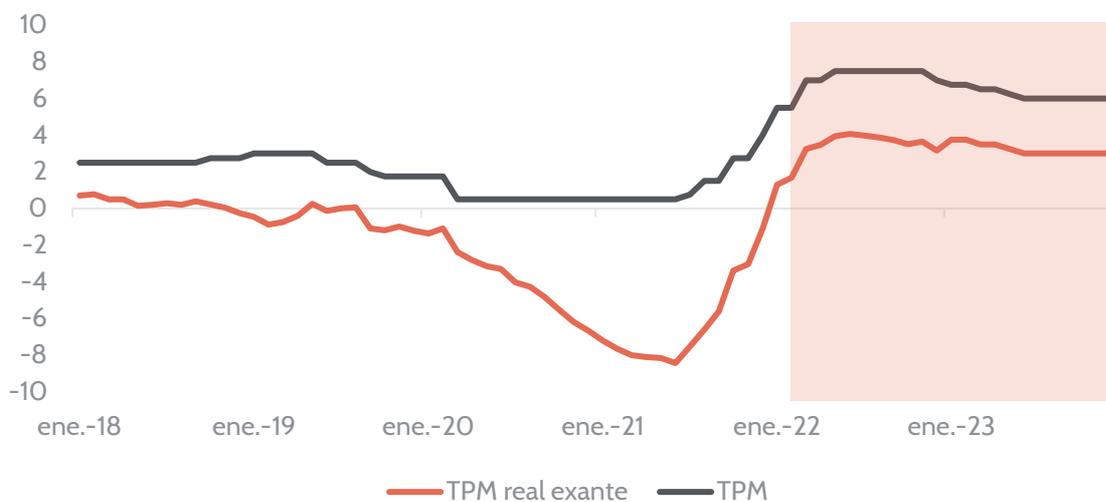


Fuente: Banco Central de Chile, BSR CCAM

Lo anterior, debe ir de la mano con una menor inflación: no creemos que se vuelvan a registrar cifras mensuales superiores al 0.5% desde mayo de este año ya que la demanda no dará soporte, por lo que precios de bienes y servicios deberían comenzar un proceso gradual de convergencia.

En este contexto, ¿cuál esperamos que sea la reacción de la política monetaria? No vemos alzas de TPM continuas hasta junio como hoy lo pronostica el mercado. Nuestra proyección de tasas de política es 150-175pb para la próxima RPM y solo si es que es necesario un ajuste extra en mayo. En cualquier escenario vemos una TPM máxima menor al 8% (ver Figura 3). ¿Qué implica esto? Lo anterior llevaría a una corrección importante en las tasas nominales, en torno a 60pb en plazos entre 3 y 6 meses, 40pb entre 1 y 2 años. Para plazos más largos y guiándonos con modelos fundamentales, desde el nodo 5Y en adelante apuntamos a una reversión de aproximadamente 25pb.

Figura 3: TPM nominal y real ex ante



Fuente: Banco Central de Chile, BSR CCAM

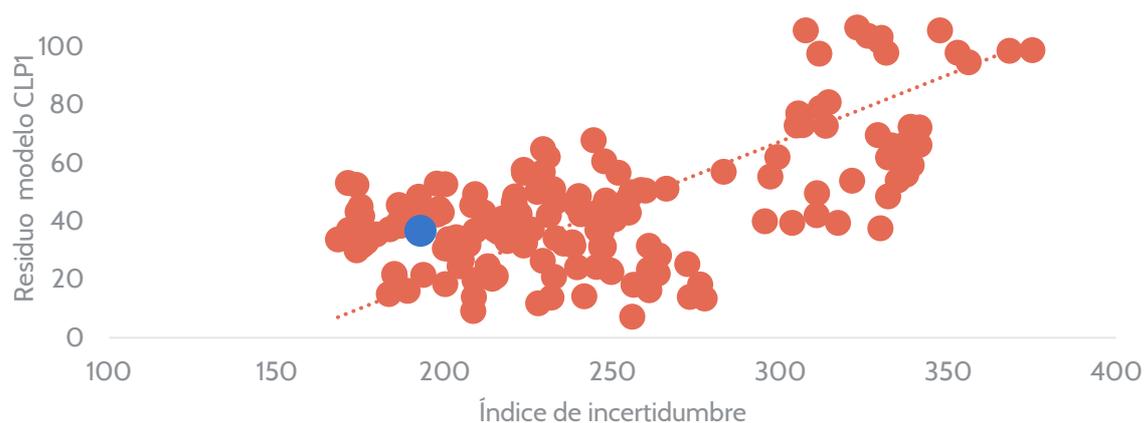
2. Corrida de dos alientos en el CLP: cobre y mayor certeza política brindarán soporte

Para el corto plazo, vemos que los niveles del CLP se mantendrán, con cierto nivel de volatilidad mientras nos acerquemos a un periodo de plebiscito constituyente, para posteriormente comenzar un proceso de moderada apreciación, acercándose a CLP780 a fin de año, gracias a un favorable precio de los *commodities* y una menor incertidumbre. Este nivel aún se encontrará sobre su *fair*, que estimamos en \$760, debido principalmente al premio que ha puesto sobre el peso la incertidumbre política.

Recientemente el CLP se ha desligado de sus fundamentos (PCu, CDS, diferencial de tasas), no obstante, consideramos que son variables que seguirán sosteniendo un nivel *fair* apreciado, siendo Chile el mayor exportador mundial de cobre, que se verá beneficiado por una demanda desde China dado su cambio de matriz energética y, además, un reciente ciclo alcista de tasas, que esperamos se mantenga durante 1S22. En esta línea, los movimientos atribuidos a estos factores oscilarían entre -0.5% y 1% en el CLP, poco significativo pero relevante a la hora de contener un deterioro adicional.

Este spread en el CLP sobre su *fair* que se da por la coyuntura actual puede ser explicado por otras variables cualitativas, como el indicador diario de incertidumbre basada en data de Twitter (BCCh). Si vemos en la Figura 4, el residuo del modelo fundamental tiene directa relación con el índice de incertidumbre y donde el círculo azul evidencia que la apreciación reciente estuvo de la mano con una reducción de la incertidumbre. Desde este prisma, esperamos que, hacia el cierre del año, el gobierno tenga su modelo en marcha y la Convención Constituyente entregue los nuevos lineamientos constitucionales que den un marco claro, llevando a que disminuya el spread sobre la moneda atribuido a este factor.

Figura 4: Scatter residuo modelo fundamental vs. Indicador de incertidumbre



Fuente: Banco Central de Chile, BSR CCAM

En conclusión, esperamos una apreciación de la moneda en los próximos seis meses hacia USD/CLP 780, impulsada por un contexto internacional favorable que mantendrá al precio del cobre en niveles altos, mientras que, para la segunda mitad del año, a nivel local, la entrega de mayores claridades sobre un marco regulatorio moderará la incertidumbre que se arrastra desde octubre 2019.

Takeaways

- La respuesta que entrega nuestro análisis sobre si en 2022 será el aspecto político local lo más relevante para determinar la volatilidad y precios de mercado -habiendo observado este “mini rally” cuando Boric nombró a su gabinete-, y/ o existirán otros factores protagonistas, es que sí creemos que serán factores idiosincráticos los que más pesen en la valorización de activos, siendo lo principal la certeza y marco institucional que entregue la nueva Constitución.
- Sin embargo, no debemos dejar de lado un ámbito internacional que mantiene elevado el precio de los *commodities* y en particular del cobre que no bajaría de USD 4.3/libra, soportando un CLP en un nivel contenido frente a semanas previas. Ese *view* también se encuentra sostenido por el ciclo alcista de política monetaria y que podría mantener un diferencial atractivo de *carry trade*.
- Para el CLP, esperamos una apreciación de 2-2.5% a fin de año, incidido principalmente por una reducción del premio sobre la moneda por incertidumbre. En la TPM, vemos que el mercado sobrerreaccionó al último dato de inflación dejando de lado la expectativa de un inminente *slowdown* económico por la menor demanda interna, por lo que nosotros estimamos alzas menores que podrían llevar la TPM hasta un 7.75-8% (8.5% el mercado). Esto, llevaría a una corrección en las tasas nominales cercana a 60pb en plazos entre 3-6m, 40pb entre 1-2y 25pb para plazos más largos.



Carolina Godoy

Asociada Senior de Buy Side Research

Carolina tiene el grado de Master of Finance de la Universidad de California, San Diego, además de Master en Economía Aplicada en la Universidad de Concepción, Chile. Actualmente es Asociada Senior de Buy Side Research y ha estado en Credicorp Capital desde el 2019. Anteriormente fue Analista Económico-Financiero en el Banco Central de Chile por 9 años y previo a ello Analista Económico en el Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid.

Carolina está basada en Chile y su enfoque está en la investigación macro-soberana Latam.

Descargo de Responsabilidad

Este reporte es propiedad de Credicorp Capital Asset Management S.A. Administradora General de Fondos y/o sus personas relacionadas (en adelante denominadas conjuntamente, "Credicorp Capital"), por tanto, ninguna parte del material ni su contenido, ni ninguna copia del mismo puede ser alterada en forma alguna, transmitida, copiada o distribuida a terceros sin el previo consentimiento expreso de Credicorp Capital. Al realizar el presente reporte, Credicorp Capital ha confiado en la información proveniente de fuentes públicas. Credicorp Capital no ha verificado la veracidad, la integridad ni la exactitud de la información a la que ha tenido acceso, ni ha adelantado o realizado procedimientos de auditoría respecto de ésta. En consecuencia, este reporte no importa una declaración, aseveración ni una garantía (expresa o implícita) respecto de la veracidad, exactitud o integridad de la información que aquí se incluye, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado y/o a sus asesores. A menos que esté expresamente indicado, no se ha utilizado en este reporte información sujeta a confidencialidad ni información privilegiada que pueda significar la infracción a las normas del mercado de valores, o aquella que pueda significar incumplimiento a la legislación sobre derechos de autor. Salvo que esté expresamente indicado, el reporte no contiene recomendaciones de inversión u otras sugerencias que deban entenderse hechas en cumplimiento del deber especial de asesoría que asiste a los intermediarios del mercado de valores frente a los clientes clasificados como cliente inversionista. Cuando así sea, se especificará el perfil de riesgo del inversionista al cual se dirige la recomendación. El inversionista debe tener en cuenta que Credicorp Capital podría efectuar operaciones a nombre propio con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes las que eventualmente podrían incluir transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas. Al analizar el presente reporte, el lector debe tener claro que el objetivo buscado no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Tampoco lo es brindar asesorías de inversión, ni opiniones que deban tomarse como recomendaciones de Credicorp Capital. La información contenida en este reporte es de carácter estrictamente referencial y así debe ser tomada. Asimismo, es necesario considerar que la información contenida en este reporte puede estar dirigida a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo distinto del suyo. Es de entera y absoluta responsabilidad del cliente determinar cuál es el uso que hace de la información suministrada y por ende es el único responsable de las decisiones de inversión o cualquier otra operación en el mercado de valores que adopte sobre la base de ésta. El resultado de cualquier inversión u operación efectuada con apoyo en la información contenida en este reporte es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza, no siendo responsabilidad de Credicorp Capital, dicho resultado, por lo que tampoco asume ningún tipo de responsabilidad, por cualquier acción u omisión derivada del uso de la información contenida en este documento. En ningún caso la información aquí publicada puede considerarse como un concepto u opinión de tipo financiero, jurídico, contable o tributario, ni mucho menos como un consejo o una asesoría de inversión.

© Credicorp Capital 2021

Contacto

Credicorp Capital Asset Management
Email: ir.am@credicorpcapital.com